



23 DE ABRIL DE 2020

A importância das reservas internacionais e as razões para não as usar

Por Maurício Andrade Weiss, professor do Departamento de Economia e Relações Internacionais da UFRGS, e Adriano Vilela Sampaio, professor da Faculdade de Economia da UFF

O Brasil e o mundo vêm enfrentando uma crise sem precedentes nas últimas décadas. Recursos ilimitados para área da saúde, garantia de oferta adequada de bens essenciais e manutenção de renda e emprego são objetivos urgentes. Pesquisadores, agentes de mercado e outros vêm apresentando uma série de propostas nesse sentido. O objetivo deste artigo é discutir sobre a utilização das reservas internacionais como opção de financiamento para as necessárias despesas do governo na saúde e na garantia de renda. Este é um tema que vem sendo discutido há um certo tempo e que ganhou força após a declaração do Ministro da Economia Paulo Guedes, revelado na Folha de São Paulo, no qual ele defende a utilização de até 50% das reservas internacionais do país, alegando que elas se encontram em patamares excessivos.

Conforme recente relatório do FMI[1], as saídas de capitais dos países emergentes (PEs) bateram recordes históricos. Considerando o dia 21/01/2020 como o início das instabilidades decorrentes da pandemia, a saída líquida de capitais por parte dos não residentes na conta portfólio foi superior a US\$ 100 bilhões. Em período equivalente, mesmo em termos relativos do PIB, essa conta representa a maior saída já registrada, sendo quase o quádruplo do observado na crise financeira global de 2008.

Com base nos dados do FMI e dos respectivos bancos centrais, o real foi a moeda que mais se desvalorizou, quando se considera um conjunto de grandes PEs[2] entre 21/01 e 24/04/2020. Enquanto o real se depreciou em 34,5%, a média dos outros países foi de “apenas” 13,92%. Parcela da pressão sobre a moeda decorreu da venda de ações por parte de não-residentes, refletida em saída líquida de R\$ 24,2 bilhões apenas em março. Dentro desse contexto, há que se perguntar qual o papel do alto volume de reservas internacionais acumuladas pelo país, US\$340,53 bilhões, em 03 abril de 2020. De fevereiro ao início de abril, a perda de reservas foi de US\$21,93 bilhões. Com volume tão alto de reservas, não seria o caso de mitigar a desvalorização do real? Se uma de suas principais funções é amenizar as flutuações cambiais em momentos de fuga de capitais, por que não usá-las no momento atual? Se não agora, quando?

Segundo os livros-textos básicos de economia, um país tem diferentes “linhas de defesa” contra momentos de fugas de capitais e/ou crises no balanço de pagamentos (BP). Em um regime de câmbio flutuante, como no Brasil, a primeira seria a própria taxa de câmbio, pois depreciações tornam a saída de recursos menos interessante e/ou incentivam a volta de recursos, já que os preços dos ativos locais em dólares ficariam atrativos. No médio prazo, também haveria efeito positivo pela balança comercial. Nesse sentido, não haveria a necessidade do acúmulo de reservas como em regimes de câmbio fixo ou variantes. Para a maioria dos PEs, no entanto, a realidade mostrou que, deixada aos mecanismos de mercado, a depreciação contínua agravava o pânico e as expectativas de desvalorizações, podendo gerar fenômenos como comportamentos de manada e profecias autorrealizáveis que reforçavam os efeitos iniciais).

O que as crises de BP ocorridas em diversos PEs na década de 1990 e 2000 mostraram é que a dinâmica da taxa de câmbio desses países dependia, em primeiro lugar dos ciclos internacionais de liquidez. Ademais, episódios de fugas de capitais e desvalorizações cambiais só cessavam quando o país em questão impunha controles de capitais ou recorria a empréstimos externos, como os do FMI. O Brasil é um exemplo disso, pois mesmo após adotar o câmbio flutuante, em 1999, fez uso de recursos do FMI em 2001, 2002 e 2003, os quais foram acompanhados de condicionantes que reduziram a autonomia de política econômica.

Com o *boom* das *commodities* dos anos 2000, muitos PEs viram na acumulação de reservas uma forma de se proteger das instabilidades externas sem ter de abrir mão de sua autonomia de política econômica. A crise financeira global mostrou o acerto de tal estratégia, quando países que alguns anos antes recorriam ao FMI, não apenas puderam defender seus mercados como pressionaram pelo direito de aumentar suas contribuições ao Fundo. Naquela crise, a maioria dos emergentes fez pouco uso de suas reservas, deixando o ajuste principalmente para a desvalorização cambial^[3]. O “medo de flutuar” (*fear of floating*), deu lugar ao “medo de perder reservas”. Os PEs buscaram um novo tipo de câmbio flutuante, mais próximo do que se chama de flutuação suja. Nesse novo regime, as reservas têm papel central, é imprescindível ter um alto volume, mas é igualmente importante não usar volume significativos.

Operando sob um regime de câmbio flutuante, o discurso do Banco Central do Brasil (BCB) é que não há um nível de taxa a ser defendido (a não ser que o câmbio comprometa o cumprimento da meta de inflação), mas que cabe a ele reduzir a volatilidade e garantir o funcionamento estável do mercado cambial, provendo liquidez em moeda estrangeira por diferentes mecanismos. Atualmente, o papel mais importante exercido pelas reservas é o chamado “efeito sinalização”, que permite ao banco central (BC) estabilizar o mercado sem utilizá-las. Se um país tem alto volume de reservas, o BC transmite confiança aos agentes, os quais acreditam que não haverá depreciações abruptas e de grande magnitude. A sinalização da capacidade de atuação do BC é ainda maior se ele dispor de instrumentos adicionais. No caso brasileiro, além do FMI, o país tem acesso às linhas de swaps dos BRICS (até US\$ 18 bi) e, em caráter temporário, do Fed (US\$ 60 bi). Ao dispor de diferentes instrumentos individuais e cooperativos (conjunto chamado de rede global de proteção financeira), o país reforça o efeito sinalização e aumenta sua capacidade de estabilizar o mercado sem sequer utilizar essas opções.

Além do efeito sinalização, a outra maneira pela qual as reservas (não) são usadas, mas que continuam a estabilizar o mercado, é pela utilização de instrumentos como os swaps cambiais. Nessas operações, mesmo que haja desvalorização cambial, o BC não perde reservas, pois a liquidação é em reais. Ainda assim, se o BC não dispuser de um volume significativo de reservas, a tendência de depreciação não seria mitigada, pois os agentes não teriam a segurança de que quando precisassem, haveria oferta adequada de divisas internacionais.

Pode-se dizer que no atual regime de câmbio do Brasil, a taxa é definida pelo mercado, mas com os agentes tendo a confiança no poder e disposição do Banco Central do Brasil (BCB) em evitar que o mercado se torne disfuncional. A depreciação pode ser grande, como o caso atual ilustra bem, mas atinge-se um patamar que não desestabiliza a economia. Se, por um lado, as reservas são essenciais, por outro, o indicador de adequação de reservas desenvolvido pelo FMI (ARA na sigla em inglês), cuja último dado atualizado é o primeiro trimestre de 2019, mostra que o Brasil (com 1,55) está acima do considerado seguro para países que adotam câmbio flutuante (1,00). Esse fator, bem como a baixa perda relativa de reservas na Crise de 2008 e na atual, as mais graves desde 1929, não seriam testes fortes o bastante, indicando que o volume acumulado é mais que suficiente?

Não necessariamente. Em primeiro lugar, ambas foram crises globais, o que não deteriorou a percepção relativa do país, especialmente entre outros emergentes. Em segundo lugar, tanto em 2008 como agora, os BCs dos países desenvolvidos adotaram políticas fortemente expansionistas, sem as quais o processo de *flight to safety* poderia ter sido bem mais intenso. Em terceiro, perder cerca de US\$ 20 bilhões em reservas (como foi o caso recente) de um total de aproximadamente US\$ 360 bilhões, garante estabilidade do mercado, mas se nossa disponibilidade total fosse de US\$ 40 bilhões, essa mesma perda absoluta poderia causar apreensão entre os investidores e desencadear uma fuga de capitais com potencial de exaurir todo o montante disponível. E isso ainda não garantiria que o país viesse a escapar de uma crise cambial ou que prescindiria de auxílio externo. Ou seja, não foram os US\$ 20 bi utilizados que estabilizaram o mercado, e sim os US\$ 340 bi não usados.

Devemos ainda salientar que, mesmo com baixo crescimento, o país tem tido déficits crescentes em transações correntes, fazendo com que a entrada líquida de capitais necessária para que o país não se desfaça de reservas seja cada vez maior. Desde junho de 2019, observa-se uma queda de US\$ 47,6 bilhões nas reservas, equivalente a 12,26%, algo não desprezível se levarmos em conta o cenário incerto que tende a prosseguir. Cabe destacar que essa redução ainda não se refletiu em queda no indicador ARA trazido acima.

Países intensivos em exportações de *commodities*, como é o caso do Brasil, precisam ter uma precaução adicional, pois nos momentos de crise mais espalhadas, a exemplo de 2008 e da atual, a queda nos preços das *commodities* tende a ser acompanhada por contrações nos fluxos financeiros para os países emergentes. Destarte, no momento em que o país mais precisaria de recursos para financiar os seus déficits em transações correntes, os capitais tenderiam a sair de suas economias. Levando em consideração esses aspectos, o próprio FMI inclui a sugestão de um ajuste no ARA, o qual seria inferior ao “tradicional” apontado anteriormente, ou seja, indicaria uma menor “folga” das reservas.

Mas, se foi argumentado que o regime atual funciona bem, por que o real se depreciou mais que outros emergentes? Um dos possíveis fatores é o alto grau de abertura financeira. O indicador do FMI também contempla, ao menos indiretamente, essa questão. Da mesma forma que no caso dos emergentes exportadores de commodities, para aqueles onde prevalece alta instabilidade de fluxos, seria preciso calcular um valor ajustado, também menor que o tradicional e que indicaria um excesso de reservas menor.

A adoção de impostos sobre a entrada e/ou saída de capitais, ainda que só para algumas modalidades de fluxos, seria necessária para mitigar movimentos mais acentuados destes e, conseqüentemente, da taxa de câmbio. Enquanto o real não for um ativo de reserva no âmbito internacional, ele continuará dependente de ciclos internacionais de liquidez e não haverá outra maneira de garantir um regime de câmbio flutuante com um mínimo de estabilidade, se não pela manutenção de altos volumes de reservas.

A partir dos fatores elencados ao longo do texto, defendemos que quando for necessário reduzir a instabilidade no mercado de câmbio, sejam usados prioritariamente instrumentos que não impliquem alterações no volume de reservas, estas devem ser empregadas apenas em situações de falta de liquidez no mercado de câmbio. O financiamento de investimentos ou a obtenção de recursos para momentos difíceis como o atual pode ser equacionada de outras formas, seja pela emissão de dívidas ou até mesmo pela utilização de saldos da conta única do tesouro. Neste momento tão delicado, devemos ficar em casa e não mexer nas reservas.

[1] Global Financial Stability Overview: Markets in the Time of COVID-19

[2] Os países analisados, em ordem decrescente de depreciação foram: Brasil, México, África do Sul, Colômbia, Rússia, Tailândia, Turquia, Nigéria, Indonésia, Chile, Argentina, Índia, Malásia, Coreia do Sul, China, Peru e Filipinas, sendo este o único país em que ocorreu apreciação.

[3] DENBEE, E.; JUNG, C.; PATERNÒ, F. (2016). Stitching together the global financial safety net. Financial Stability Paper. Bank Of England, No. 36.

🔔 INFORMAR ERRO

📁 ANÁLISE: CONJUNTURA NACIONAL E CORONAVÍRUS

ARTIGO